ベンチャー投資等に係る制度検討会　報告書　（別冊：報告書概要）

～ベンチャーファイナンスの進化によるベンチャーエコシステムの活性化に向けて～

平成27年3月

経済産業省委託調査

ベンチャー投資等に係る制度検討会　参加者一覧

【座長】

野間　幹晴	一橋大学大学院　国際企業戦略研究科　准教授

【委員】

磯崎　哲也	フェムトグロースキャピタルLLP　ゼネラルパートナー
江戸川　泰路	新日本有限責任監査法人　公認会計士
仮屋薗　聡一	グロービス・キャピタル・パートナーズ　パートナー
剣持　忠	株式会社メンバーズ　代表取締役社長
最勝寺　奈苗	KDDI株式会社　財務・経理部長
中川　隆之	日本公認会計士協会　常務理事
増島　雅和	森・濱田松本法律事務所　パートナー　弁護士
松野　茂樹	KDDI株式会社　企業戦略部長
山本　隆章	日本電気株式会社　経理部長代理兼主計室長

【事務局】

石井　芳明	経済産業省　経済産業政策局　新規産業室　新規事業調整官
林　慎一郎	経済産業省　経済産業政策局　新規産業室　課長補佐
田中　明夫	経済産業省　経済産業政策局　新規産業室　係長
有限責任監査法人トーマツ	

ベンチャー投資等に係る制度検討会　概要報告書の目次

はじめに	4
本検討会および報告書の目的	5
理想的なベンチャーエコシステムの循環イメージ	6
理想的なベンチャーエコシステム循環のための重要課題	7
【第一章】 種類株式とストックオプションの意義	8
種類株式の意義	
種類株式のベンチャーファイナンスにおける意義	9
①起業家の観点：株式の希薄化を抑えた大規模資金調達	10
Appendix：種類株式と普通株式の価格差	11
②投資家の観点：みなし清算条項よるダウンサイドリスク防止	12
③投資家の観点：ガバナンスの強化	13
Appendix：ベンチャー投資家に特に期待される役割	14
Appendix：種類株式の権利の内容と効果	15
ストックオプションの意義	
ストックオプションのベンチャーファイナンスにおける意義	16
ストックオプションのインセンティブ効果	17
種類株式とストックオプションの利用方法	
企業の成長ステージ別の資金調達方法及び ストックオプション付与の考え方	18
【第二章】種類株式・ストックオプションの 課題・原因・解決方法	20
種類株式及びストックオプション利用における日本の現状と課題	21
課題①価格差	
会社法との関係（みなし清算条項）	22
税務対応： ストックオプションの税務	24
課題②取引条件	
M&Aや人材の流動化とストックオプションの権利行使条件の関係	26
課題③取引コスト	
種類株式の利用コスト・実務対応	28
【第三章】ベンチャーファイナンスの普及・進化に向けた今後の課題	31
ベンチャーファイナンスの普及・進化に向けた今後の課題	32

はじめに

本検討会および報告書の目的

目指すべき姿と課題

- ✓ 産業の新陳代謝を促進し、収益性・生産性の高い分野に投資や雇用をシフトさせていくには、ベンチャーが次々と生まれ、成長分野を牽引していく環境を整えることが重要※1であり、起業、リスクマネーの供給、成長、上場・M&A、廃業、再チャレンジなどのサイクルの好循環が自律的・発展的に回る「ベンチャーエコシステム」の活性化が必要である。
- ✓ そのためには、起業家と投資家等による新しい価値の創造プロジェクトと捉えることができる“ベンチャー投資プロジェクト”において、大規模な資金調達の実現、起業家等のインセンティブの確保や、優秀な人材の獲得、投資家のリスク管理やガバナンスの確保等を可能にする「ベンチャーファイナンス」の進化を図っていくことが、重要である。
- ✓ 特に、大規模な資金調達とグローバル目線のビジネスモデルの構築、優秀なマネジメント人材の獲得等の重要性がさらに高まっている中で、「資金調達における種類株式」（起業家と投資家それぞれの権利・リスク等を調整する手段）や、「インセンティブプランとしてのストックオプション」（創業から早い段階で優秀な人材を惹きつける手段）について、その特性を十分に活用することが必要となっている。

ベンチャーファイナンスの進化のために

本検討会及び本報告書の目的

- ✓ 本検討会においては、「平成23年度ベンチャー企業における発行種類株式の価値算定モデルに関する調査」*2及び「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」*3を踏まえ、ベンチャーファイナンスの進化のために必要な方策について、更なる検討を行った。
- ✓ その結果、本検討会では、種類株式及びストックオプションについて、一部の実務において行われている優れた実務慣行や効果的な条項・条件設定を取りまとめ、周知することで、ベンチャーファイナンスの進化を図ることとした。

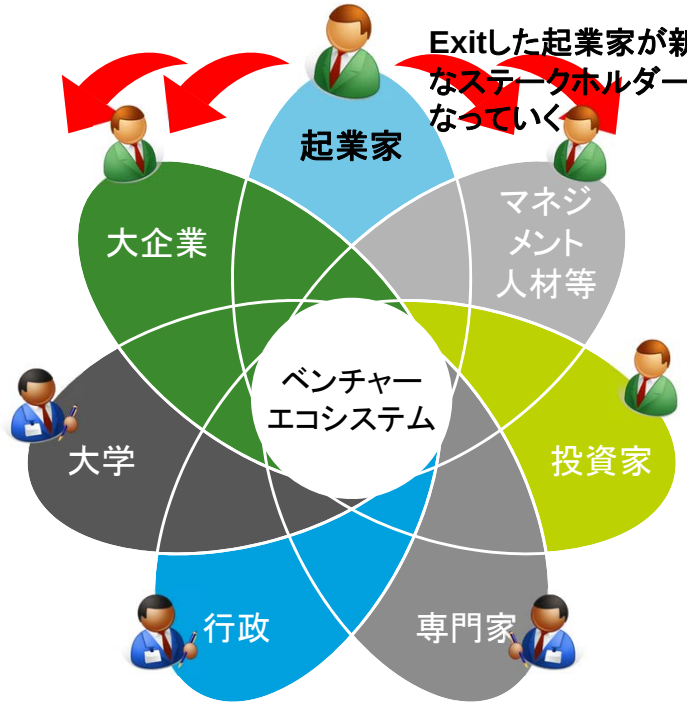
※1:「日本再興戦略　改訂2014」（平成26年6月24日閣議決定）
※2: 平成23年10月31日 有限責任監査法人トーマツ
※3: 平成23年11月 経済産業省「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会」

理想的なベンチャーエコシステムの循環イメージ

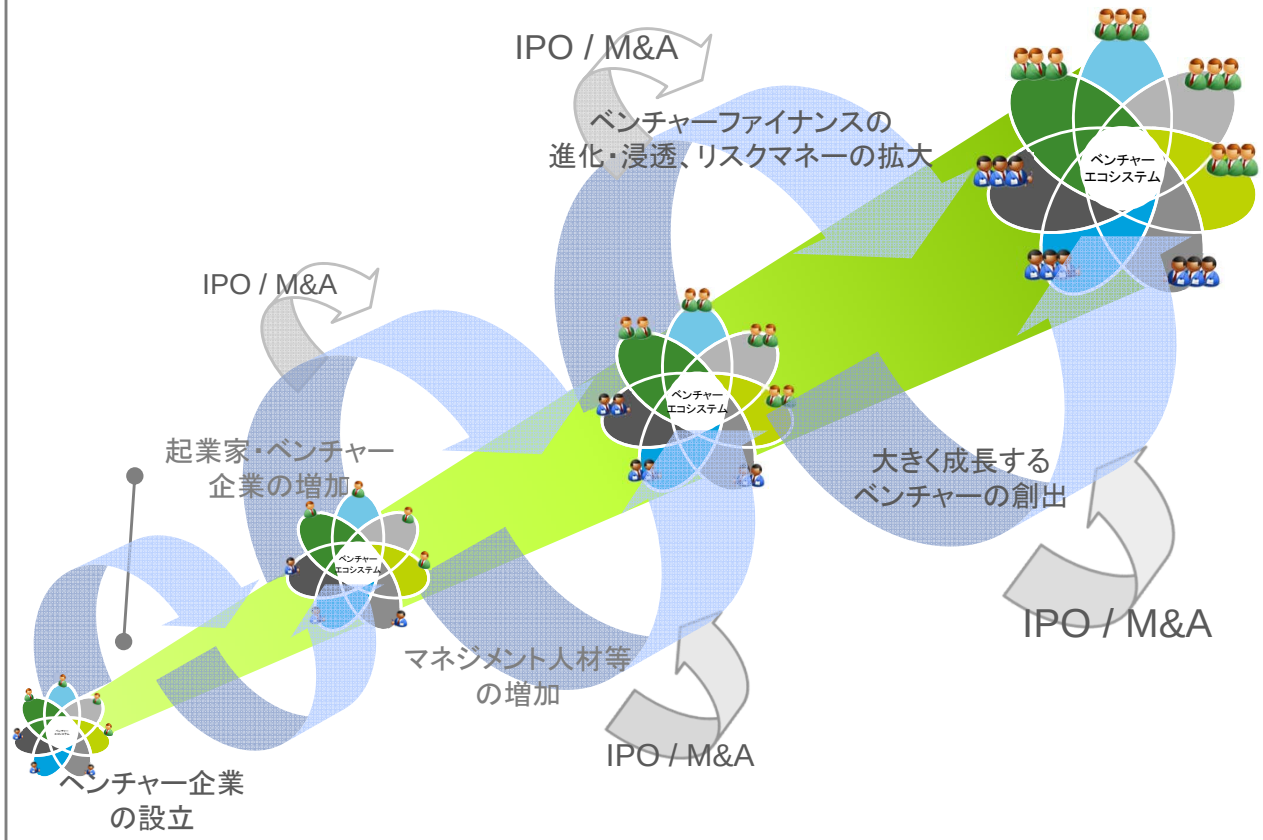
✓ 起業家、マネジメント人材、投資家をはじめとする様々なプレイヤーが十分に活躍する環境を作り、起業、リスクマネーの供給、成長、上場・M&A、廃業、再チャレンジなどのサイクルの好循環が自律的・発展的に回る「ベンチャーエコシステム」を活性化することにより、大きく成長するベンチャー企業を継続的に創出していく必要がある。

ベンチャーエコシステム

“ベンチャー投資”という1つの共同プロジェクトにおいて、ステークホルダーが連携して成功事例を積み増し、新たなルール・プラクティスを構築・創出。



理想的なベンチャーエコシステムの循環（イメージ）

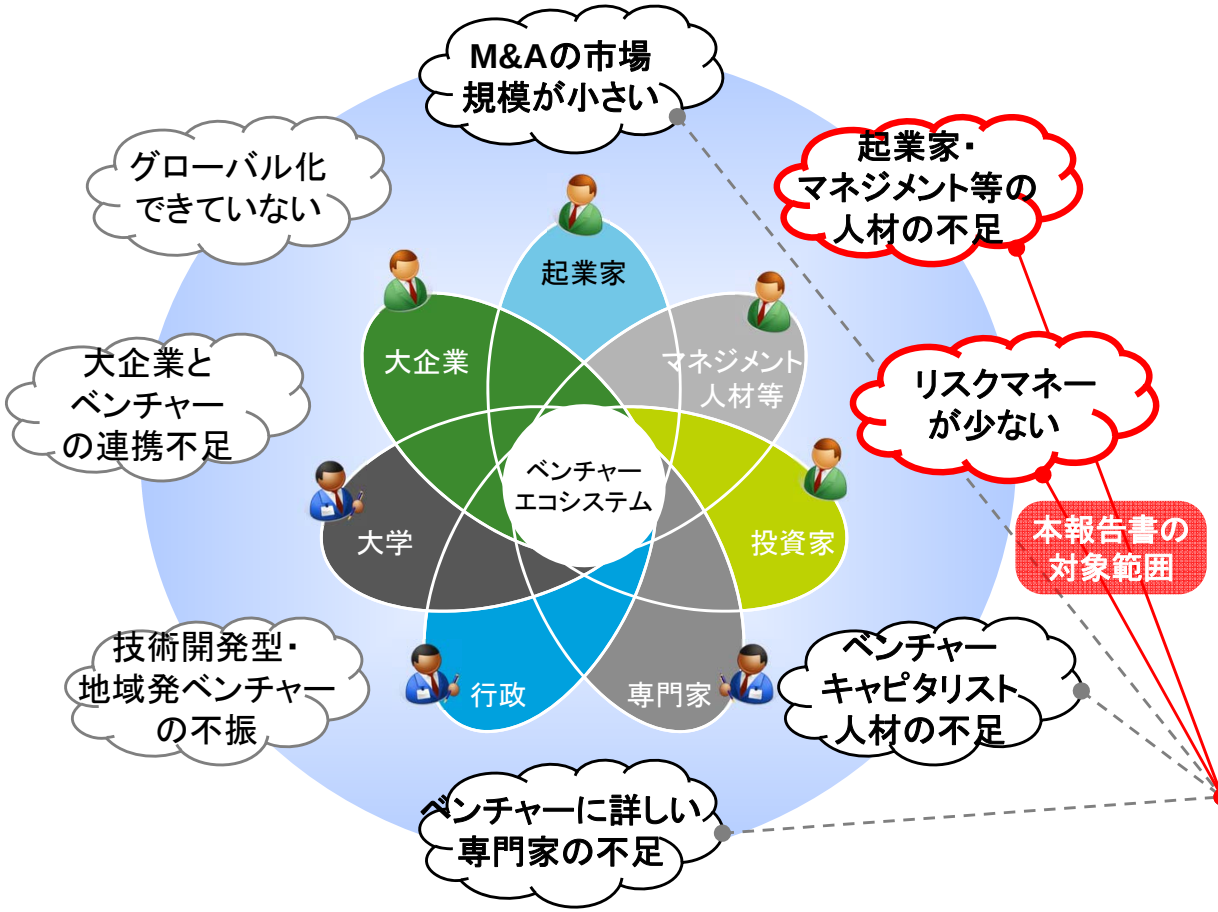


大きく成長するベンチャー企業を継続的に創出していくには、
ベンチャーエコシステムの活性化が不可欠だが、解決すべき課題は多い。（次頁参照）

理想的なベンチャーエコシステムの活性化のための重要課題

✓ 本検討会及び本報告書では、ベンチャーエコシステムの活性化のための重要課題のうち、主に「リスクマネーが少ない」及び「起業家・マネジメント人材等の不足」に絞り、「種類株式及びストックオプションの活用促進」に焦点を当てた。

ベンチャーエコシステム循環のための重要課題



「日本再興戦略　改訂2014」等にある資金調達の新しい仕組みの構築

- 起業家の応援団を増やす政策強化（エンジェル税制の抜本改正）
- クラウドファンディングによる新たな資金調達方法の拡充
- ファンドオブファンズ／マッチングファンドの強化
- リスクマネー供給力強化、とりわけつなぎ資金調達円滑化の促進
- **種類株式及びストックオプションの活用促進**

ベンチャーエコシステムが我が国よりも発達している米国の事例を踏まえると、様々な課題の解決方法の1つとして、種類株式及びストックオプションの活用促進が効果的。

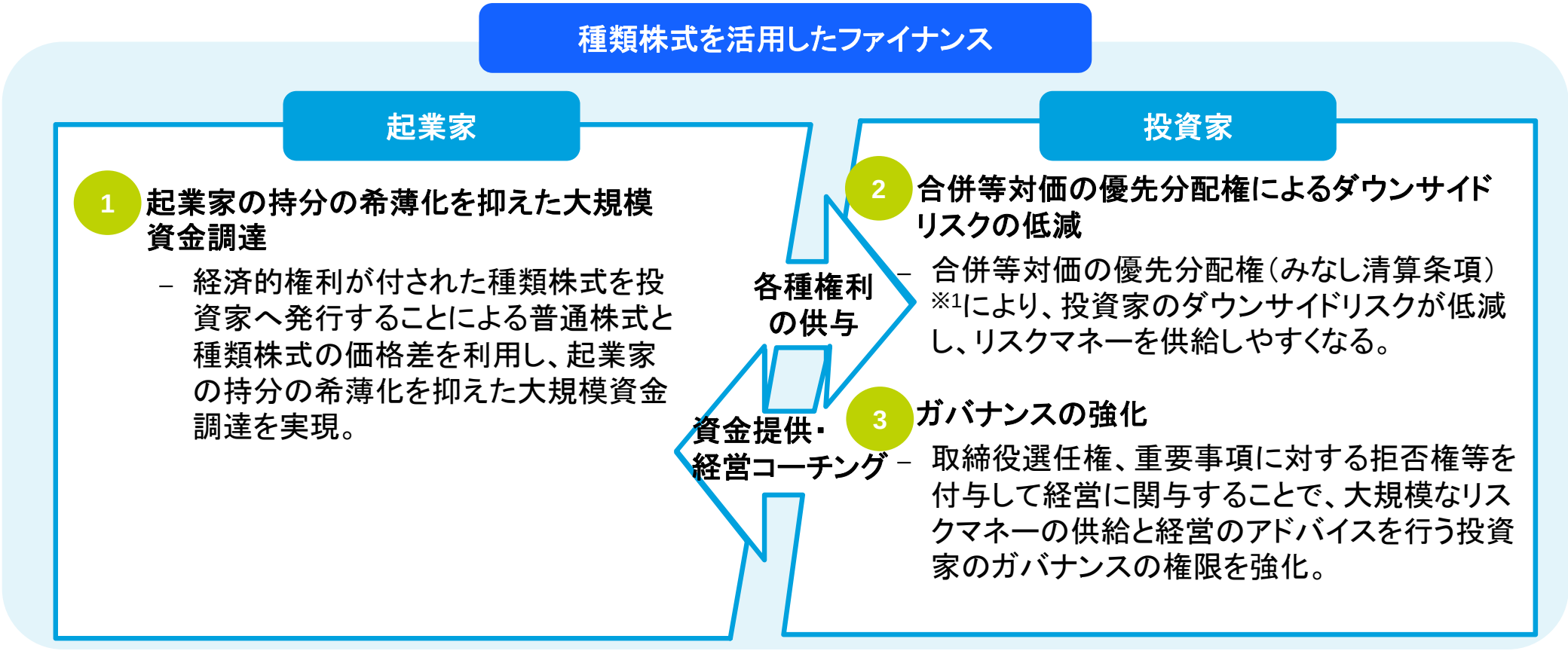
【第一章】
種類株式及びストックオプションの意義

※.種類株式の定義について
会社法は、2種類の株式を発行すれば種類株式発行会社となり、普通株式も種類株式となる。この場合、「普通株式よりも優先的な取扱いを受ける権利を有する種類株式」は、「優先株式（preferred stock）」と呼ぶことが一般的である。
ただし、本「報告書概要」では、報告書の明瞭性を重視し、「普通株式よりも優先的な取扱いを受ける権利を有する種類株式」を、「種類株式」と記載することとする。

種類株式の意義

種類株式のベンチャーファイナンスにおける意義

✓ 種類株式 は、起業家や投資家の権利やリスク等を調整しつつ、大規模な資金調達を実現することで、ベンチャーの成長を促進することができる有効な手段の1つ。



種類株式は、その特徴を活かすことで、起業家・投資家双方がメリットをとりながら、ベンチャーの成長可能性を高めることができる有効なファイナンス手段の1つ。

※1：組織再編対価の割当ての優先権。当該権利が規定された定款の条項は「みなし清算条項」ともいわれる。通常、投資家の投資額に相当する金額までは組織再編対価の割当てを優先的に受けられる内容となっている。

種類株式の意義

1 起業家の観点：株式の希薄化を抑えた大規模資金調達

✓ 普通株式と種類株式の価格差を利用することで、起業家等の株式持分の希薄化を抑えつつ、大規模な資金調達が可能となる。

【留意事項】普通株式と種類株式が同時に発行されることは少なく、通常把握可能な価格差は、「種類株式の価格」と「普通株式を原資産とするストックオプションの行使価格」との価格差である。しかしながら、本設例においては、価格差の効用をより分かりやすく説明するため、普通株式と種類株式の価格差（実務上同時発行されないことが多いため理論的な価格差）に基づき説明をしている。

普通株式で投資された場合

■前提条件
資金調達時点の普通株式株価：2.5万円

	資金調達時（普通株式）				参考：設立時	
	出資額	株式数	単価	株式持分	出資額	株式数
投資家	**200百万円**	8,000株	2.5万円	**50%**	ー百万円	ー株
起業家	ー百万円	8,000株	ー万円	**50%**	10百万円	8,000株

なお普通株で投資家に20%の持ち分を与える場合に、得られる資金は50百万円

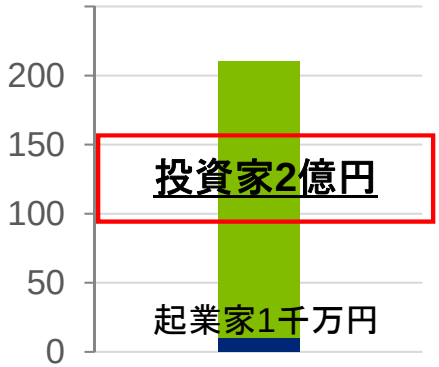
種類株式で投資された場合

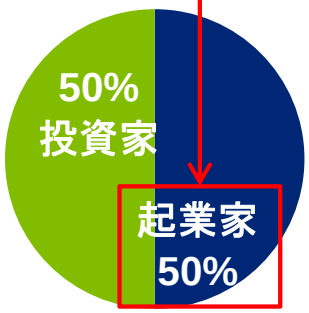
■前提条件
資金調達時点の種類株式株価：10万円

価格差

	資金調達時（種類株式）				参考：設立時	
	出資額	株式数	単価	株式持分	出資額	株式数
投資家	**200百万円**	2,000株	10万円	**20%**	ー百万円	ー株
起業家	ー百万円	8,000株	ー万円	**80%**	10百万円	8,000株

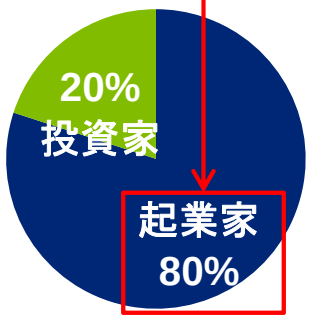
出資額　株式持分





同じ出資額でも希薄化の度合いが大きく異なる

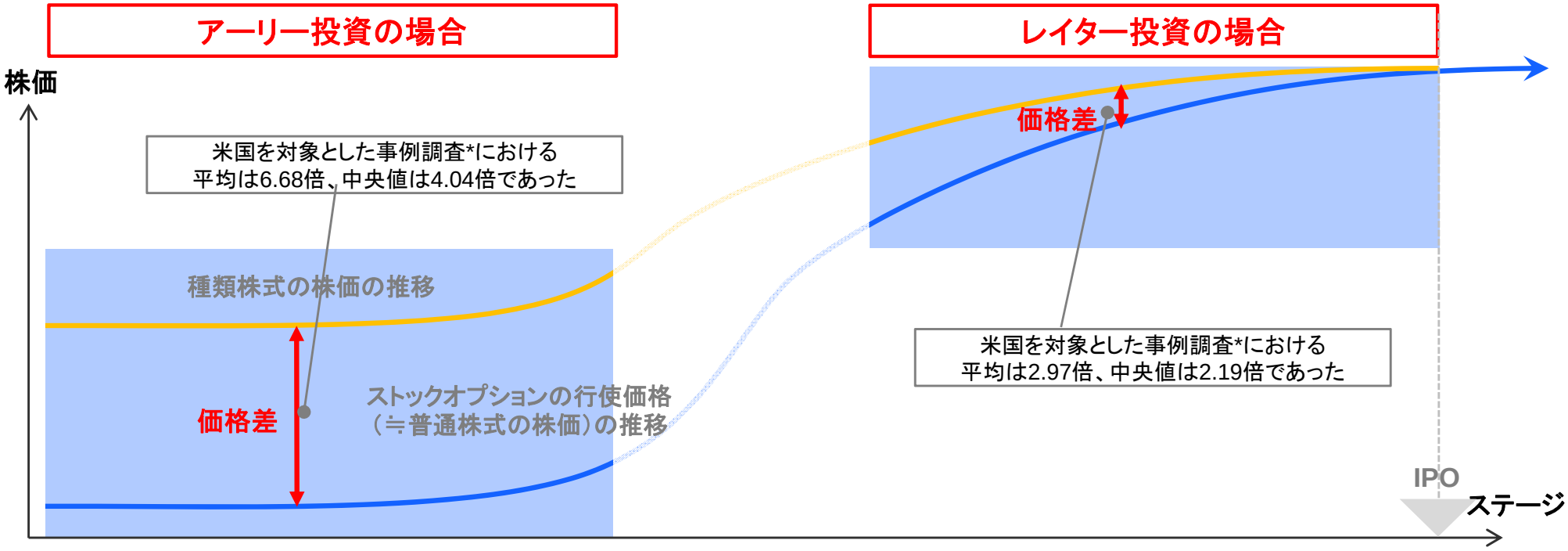
出資額　株式持分



Appendix:種類株式と普通株式の価格差とは

価格差の発生傾向

- ✓ 問題となる価格差は、一般的に、「種類株式の価格」と「普通株式を原資産とするストックオプションの行使価格」の差であり、投資ステージによりその発生傾向は異なる。
- ✓ 一般的に、アーリー投資では、みなし清算条項の効果により、種類株式と普通株式のそれぞれの株主への分配額の差が大きいため、価格差も相対的に大きくなる傾向にある。一方で、レイター投資では、IPOによるExitの可能性も高まっており、種類株式と普通株式の経済的権利の実質的な価値の差が小さくなるため、価格差が縮小していく傾向にある。



みなし清算条項が種類株式に付されている場合、赤字先行のアーリーにおいては、普通株式に割当てられる組織再編対価は小さくなるため、価格差は相対的に大きくなる。

普通株式への転換比率が1：1の場合、レイターになるにつれて、IPOの可能性の高まりにより種類株式と普通株式の経済的権利の実質的な違いがなくなってくるため、価格差が縮小する。

※：「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」（平成23年11月　経済産業省「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会」）22頁。

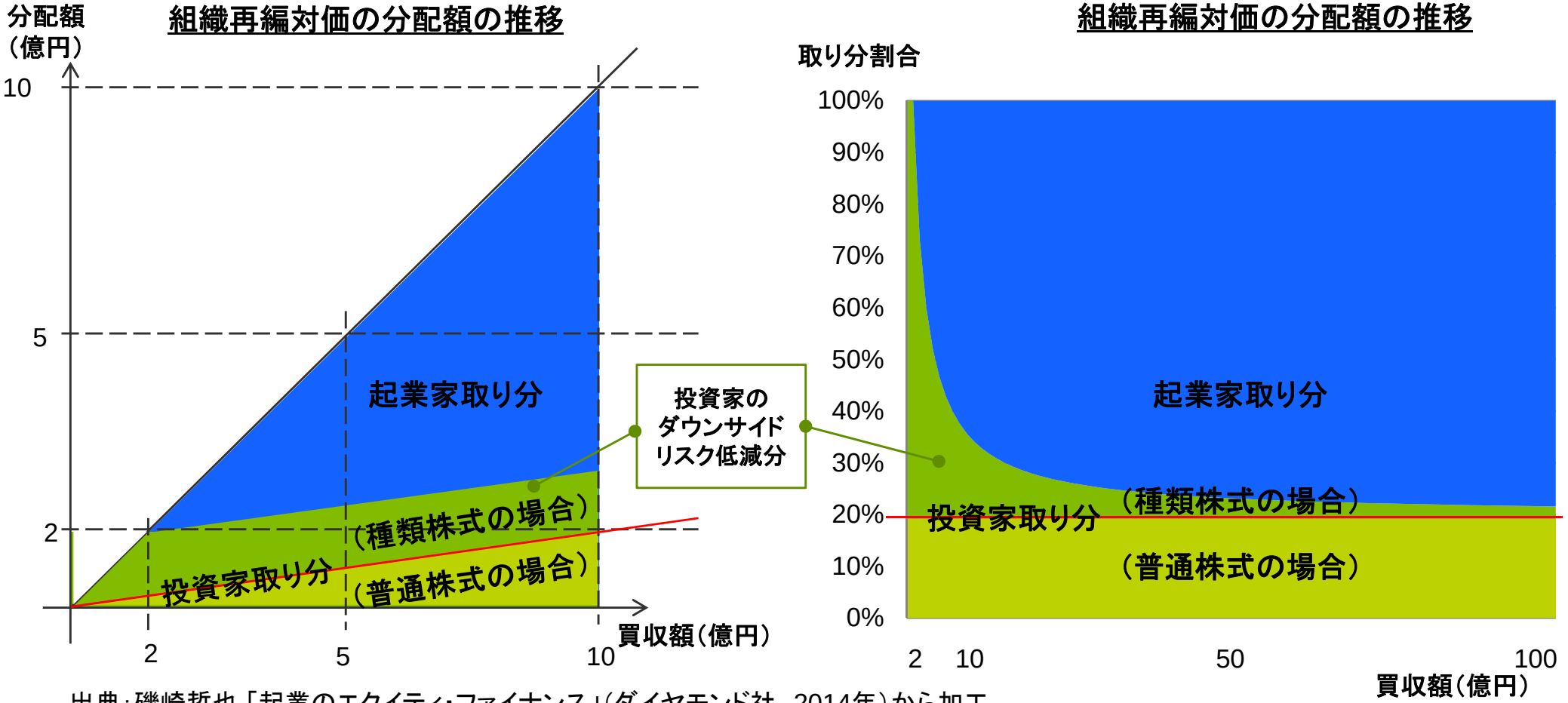
種類株式の意義

2 投資家の観点：みなし清算条項によるダウンサイドリスク防止

✓ M&Aが増えていく環境においては、みなし清算条項を付し、投資家のダウンサイドリスクを一定程度低減することで、普通株式と種類株式に価格差を付けることが可能となる。

■前提条件

投資家が投資額に相当する金額まで優先的に合併等対価の優先分配を受け、残額は持分割合（起業家：80%/投資家：20%）で按分する種類株式を2億円投資



出典：磯崎哲也「起業のエクイティ・ファイナンス」（ダイヤモンド社、2014年）から加工。

種類株式の意義

3 投資家の観点：ガバナンスの強化

- ✓ 種類株式を活用して大規模な資金供給と経営のアドバイスを行う投資家が、企業経営に対しその意見をフェアに反映する仕組みが必要となる。
- ✓ 特に、意思決定機関である取締役会への参加権（取締役選任権）及び、経営上の重要な意思決定事項に種類株主の意思を反映する権利（拒否権）が重要となる。

経営に意見を反映する上で重要な権利

取締役選任権	✓ 種類株主の利害を代表する取締役を選任する権利 ✓ 選任された取締役は、実務に従事しない社外取締役として関与する
拒否権（事前承認）	✓ 定款変更、資金調達、取締役の選任・解任等、経営上の重要な意思決定について、種類株主総会の同意を得る権利* ✓ 実務的には、意思決定の機動性とのバランスの観点から以下の定めが有用と考えられる • （投資家側の取締役が選任されていることを前提に）、「取締役全員の同意」及び「種類株主への通知」があれば、種類株主総会は免除できる旨

*事前承認項目以外にも、月次の予実差異分析報告などの経営に重要な情報等を、事前に報告する実務が多くみられる

“ベンチャー企業”という起業家と投資家等の1つの共同プロジェクトにおいて、起業家と投資家は権利の性質を理解した上で、種類株式に付与する権利の範囲を慎重に協議し、双方合意のもとで契約を締結することが重要。

Appendix:ベンチャー投資家に特に期待される役割

- ✓ 実務においては、最終的な手段としての拒否権を行使する以前に、取締役による日頃からの経営モニタリングを行うことが必要である。加えて、起業家側が求める場合には、投資家からのアドバイスを受けることで、企業価値の向上を図ることも重要である。
- ✓ 起業家のみならず投資家も一定の経験をもち適切な助言ができることが必要であり、投資家の育成・確保も重要な課題である。

投資家によるモニタリングとコーチング

取締役会でのモニタリング	✓ 投資家側の取締役も選任することで、取締役会を企業家・投資家双方にとってフェアなものとし、取締役会の機能を高め、機動性を確保するとともにモニタリングを行う。 ✓ 取締役会での有効なモニタリングのため、経営会議等に必要に応じて参加する。
経営陣へのアドバイス	✓ 起業家側が求める場合には、ベンチャー経営に造詣の深い投資家が、必ずしも経営経験が十分でない経営陣に対して、目標設定を行い、その目標の達成度合いを評価する（MBO：Management by Objectives ）など、経営陣の経営レベルを引き上げる。

Appendix:種類株式の権利の内容と効果

✓ 会社法108条に基づき種類株式に付される権利と、それ以外に実務において、株主間契約で種類株式の株主に付与される代表的な権利は以下の通り※。

経済的権利（リスク管理等）

普通株式の株主に比べて経済的に有利な結果をもたらす権利

権利の性質	内容	効果
配当優先権（非累積型）	剰余金の配当を他の株式より優先する権利で、ある期に所定配当金額に達しない場合に、不足額が累積しない権利	配当宣言時の優先的な配当受取りの確保
配当優先権（累積型）	上記と同様であるが、不足額が累積する権利	（IPO以外）最低限の固定リターンの確保
償還請求権	一定の場合に株主が会社に対して株式の償還を求めることができる権利	資本の償還権：流動性の確保
残余財産の優先分配権 **(liquidation preference)**	会社の清算時に、普通株式よりも優先して会社の残余財産の分配を受けることができる権利	事業継続を断念した際に普通株主より優先した投資元本の回収
合併等対価の優先分配権（みなし清算（deemed liquidation））	組織再編による買収時に、優先的に合併等対価の分配を受けることができる権利	買収時のリターンを確保
転換権	株主が優先株式を普通株式に転換する権利	特定状況下でのより好ましい経済結果の獲得
希薄防止条項	一定の状況下にある新規のファイナンスにおいて、普通株式への転換比率を変更することによって、既存株主の持分比率の希薄化を緩和する条項	投資価値を保護
株式公開請求権	ある特定の状況において、種類株主がベンチャー企業に対して、株式公開を行を要求できる権利	流動性の確保

支配的権利（ガバナンス等）

保有比率とは不均衡な形で企業活動に影響を与えたり、企業活動をコントロールすることができる権利

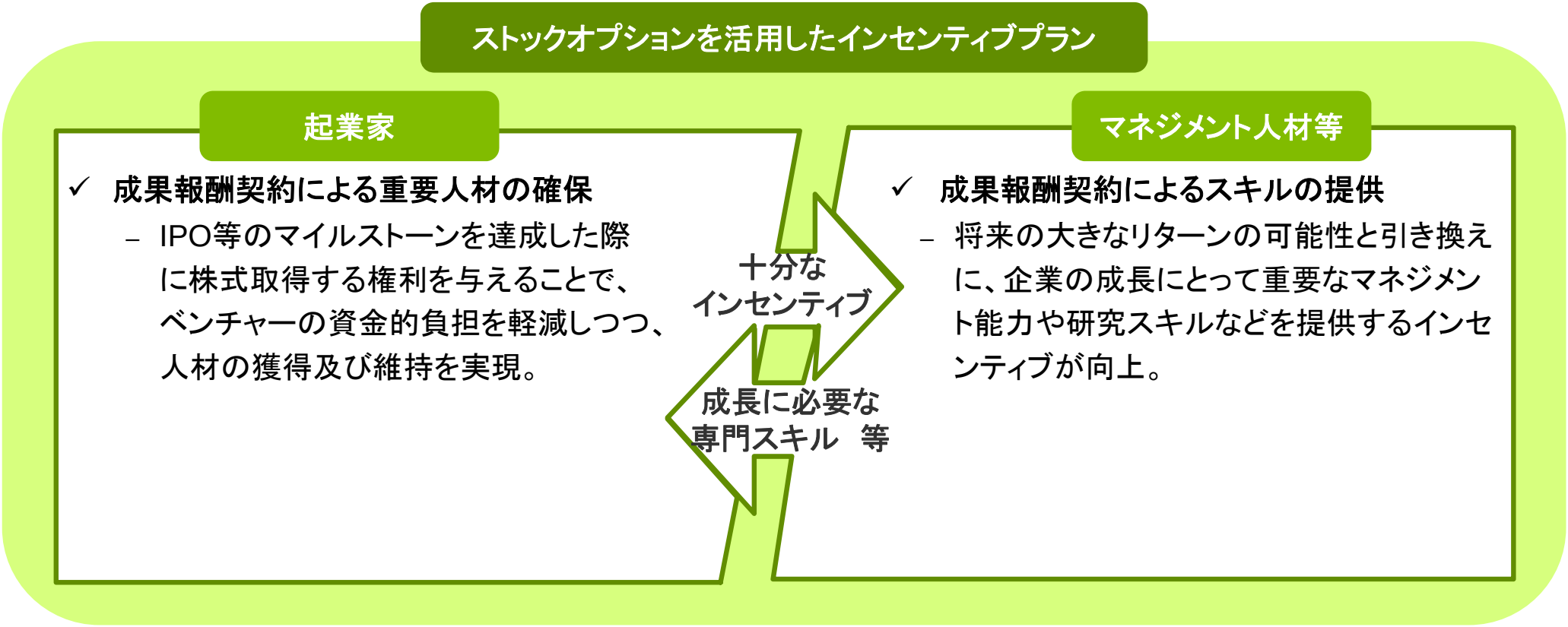
権利の性質	内容	効果
議決権	株主として株主総会での権利行使を行うことができる権利	コントロール・影響力を与える権能
拒否権	株主総会等で決議すべき事項のうち、その株主総会の決議の他に、別に発行する種類株主総会の決議等を必要とする権利	持分比率にかかわらず会社の意思決定を制限できる権能
取締役選任権	種類株主が取締役を選任する権利	
ドラッグ・アロング・ライト	株主が一定割合を超える株式を買収者に売却する場合に、他の全ての株主が同じ条件で買収者に売却することを強制できる権利	
将来ファイナンスへの参加権	将来の株式による資金調達に際し、持分割合に応じて引き受けに参加できる権利	会社の持分価値に対して保有する比率を維持する機能
共同売却権	株主が先買権を行使せず、売却者による株式売却を認めた場合、先買権を行使しなかった株主が、その保有株式の一部を売却者と同じ条件で第三者に売却できる権利	エグジット機会の平等付与
モニタリング権	会社の帳簿閲覧権等、普通株主にはない内部情報へのアクセス権	会社法で定められたもの以上の普通株式の株主にない内部情報へのアクセス権
情報収集権	優先株主が、ベンチャー企業から特定の情報提供を受けることができる旨を定める権利	

：会社法108条で規定されている株式の種類に係る事項　※合併等対価の優先分配権の定款への記載に関しては、後記P.23参照。

ストックオプションの意義

ストックオプションのベンチャーファイナンスにおける意義

✓ ストックオプションは、十分なキャッシュを持たないベンチャー企業において、大きな報酬の提供を可能にすることにより、優秀なマネジメント人材等を獲得し、企業の成長可能性を高めることができる、有効な手段の1つである。



**ストックオプションは、起業家・マネジメント人材等にとって、双方メリットをとりながら
ベンチャーの成長可能性を高めることができる有効なインセンティブプラン手段の1つ。**

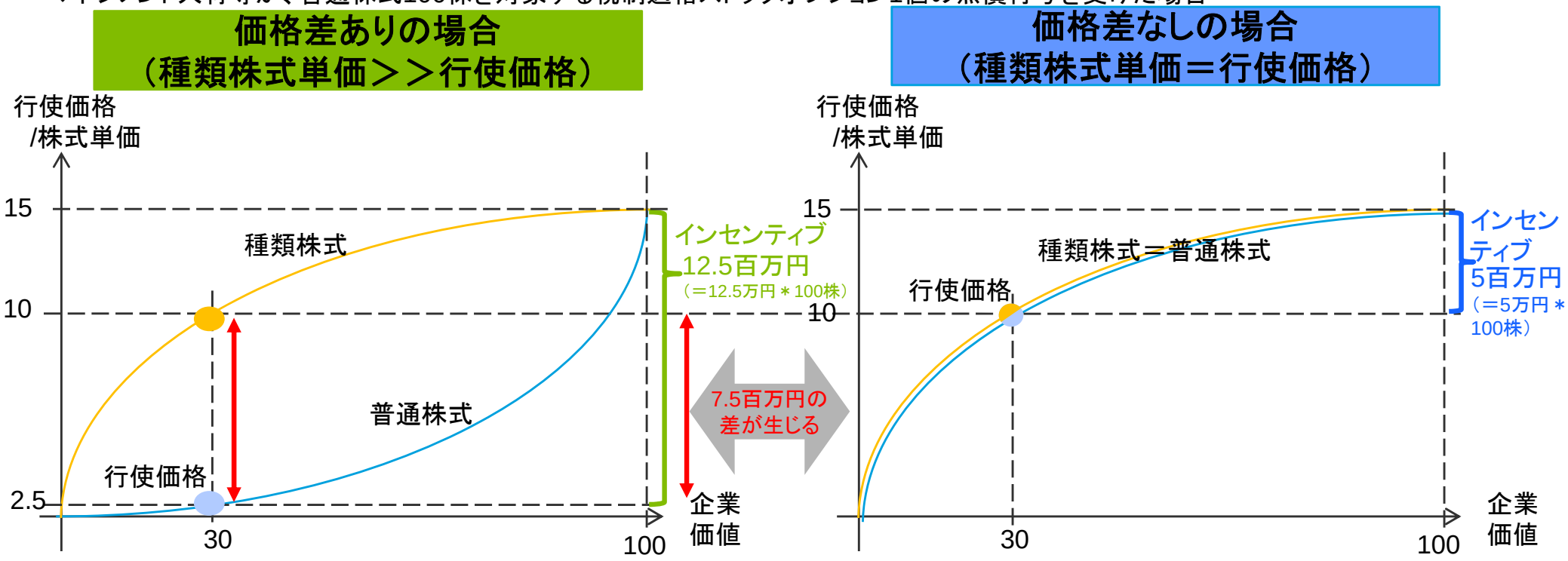
ストックオプションの意義

ストックオプションのインセンティブ効果

- ✓ 「権利行使価格*」と「権利行使によって取得した株式の株価」との価格差が大きくなるように設計された税制適格ストックオプションは、インセンティブ効果を大きくする。
- ✓ 経済的権利が付与された種類株式の発行価格を高くすることにより、普通株式を原資産とするストックオプションの「権利行使価格」を低く抑えることができ、インセンティブ効果が大きくなる。

■前提条件

マネジメント人材等が、普通株式100株を対象する税制適格ストックオプション1個の無償付与を受けた場合



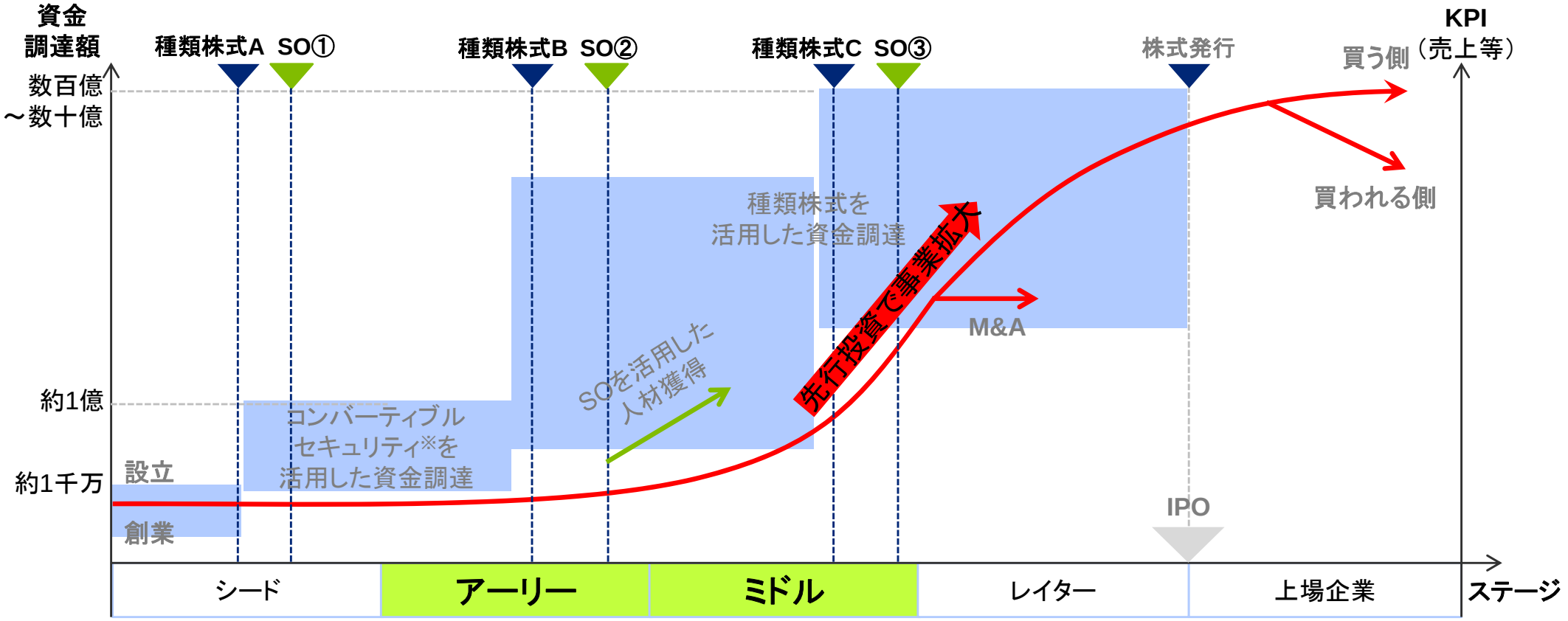
*権利行使価格を発行体と付与対象者が新株予約権に係る契約を締結したときの株式の時価以上とすることが、ストックオプションの税制適格要件の一つとなっており、通常、当該株式の時価を権利行使価格として設定する。

インセンティブ効果の大きいストックオプションは、既存人材の確保や、新規マネジメント人材等の採用時に有効であるため、ベンチャー企業の成長を下支えする。

種類株式とストックオプションの利用方法

企業の成長ステージ別の資金調達方法 及び ストックオプション付与の考え方（1/2）

✓ 企業のステージに応じて、資金調達方法の選択及びストックオプションの付与を行うことが重要である。
以下で種類株式及びストックオプションの利用の一例を示す。



種類株式での資金調達を実施することで事業・人材への先行投資を行い、ストックオプションを利用することで有能な人材を引き付け、更に成長ドライブをかける。

出典：磯崎 哲也「起業のエクイティ・ファイナンス」（2014年、ダイヤモンド社）から加工。

※:将来発行される種類株式への転換権を付した社債や将来発行される種類株式への転換権を株主間契約にて付した普通株式

種類株式とストックオプションの利用方法

企業の成長ステージ別の資金調達方法 及び ストックオプション付与の考え方（2/2）

✓ 成長ステージにおける種類株式、ストックオプション、コンバーティブル・セキュリティの選択の考え方は以下のとおり。
なお、実務上は普通株式を利用した資金調達もある。

～アーリー前半（種類株式A、SO①の場合）	コンバーティブル・セキュリティ	✓ 資金調達規模が小さい場合、仮に種類株式で投資した場合の投資家のメリットを保護しつつ、暫定的に普通株式を発行することで、相対的に取引コスト(資金調達コスト)を抑えることができるコンバーティブル・セキュリティの利用も想定される。
	創業者・創業者メンバーに対するストックオプション付与	✓ シーズ・アーリーでの希薄化の影響を抑えること、及び、創業者のインセンティブ・プランとしての利用が想定される。
アーリー後半～ミドル以降（種類株式B,C、SO②,③の場合）	種類株式	✓ 投資家のダウンサイドリスクの低減、必要に応じて経営への影響度を高める権利を付与する一方で、普通株式との価格差を利用し、起業家等の持分の希薄化を抑えつつ、大規模資金調達を可能とする種類株式の利用が想定される。
	マネジメント・専門人材等に対するストックオプション付与	✓ 企業の成長にとって重要なヒト、特にマネジメント人材、開発者・研究者等の専門人材へのインセンティブ・プランとしての利用が想定される。

【第二章】
種類株式・ストックオプションの
課題・原因・解決方法

種類株式及びストックオプション利用における日本の現状と課題

✓ 現状、日本では、種類株式及びストックオプションの利用実務において、以下の課題が検出されている。

	種類株式／ストックオプションの課題	課題分類	
種類 種類株式	✓ 経済的な権利を付与した種類株式の活用が進んでおらず、また、その種類株式について価格差※1が小さいため、大規模な資金調達が実現出来ていない。	価格差	①価格差
	✓ 権利内容が画一的でない種類株式の特性や優先株主による種類株主総会への対応について、実務対応が確立されていない。	取引コスト	②取引条件
SO ストックオプション	✓ 価格差※1が小さいため、「権利行使価格」と「権利行使によって取得した株式の株価」の価格差が小さくなる設計となり、インセンティブプランとして十分ではない。	価格差	②取引条件
	✓ 権利行使条件がM&Aを前提としていない、従業員であることが要件となっている等の付与対象者にとって必ずしもフェアでない実務が浸透している。	取引条件	③取引コスト

※1:「種類株式の価格」と「普通株式を原資産とするストックオプションの行使価格」との価格差

種類株式及びストックオプション利用における主な課題は、
「①価格差」、「②取引コスト」、「③取引条件」の3つが考えられる。

種類 SO

課題①価格差

会社法との関係（みなし清算条項）（1/2）

✓ 経済的価値のある「みなし清算条項」について、米国では法制度上、柔軟な設計が可能なため、みなし清算条項を定款に記載することができる。日本では、会社法上の取扱いとの関係で、定款ではなく株主間契約に記載することが多く、みなし清算条項が、株主間の相対効果しかない法的に不安定な経済的権利ゆえに、価格差が付けづらくなっている可能性がある。

日本における課題（米国との比較）

日本

- ✓ 会社法では、第108条第1項各号に掲げる事項について異なる定めをした種類株式を発行することができるとされているが、同各号に掲げられていない事項（みなし清算条項に係る事項）を、予め定款に記載できるかが明らかではない、との指摘がある。
- ✓ そのため、みなし清算条項を、定款ではなく株主間契約に記載して対応するケースがあるが、当事者間の相対効果しかなく、また、株主が変更になる度に株主間で契約を締結し直す必要もあるため、効力も利便性も劣る。

米国

- ✓ 会社法上、株式の種類は例示列挙であるため、当事者の協議により権利の内容を決定。
- ✓ 残余財産の優先分配権について、実際の清算時だけでなく、合併等の組織再編時にも対応させるため、みなし清算条項を定款に明確に規定し対応していることが多い。

種類 SO

課題①価格差

会社法との関係（みなし清算条項）（2/2）

課題解決の方向性

会社法上の対応の周知

- ✓ 「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」※1では、「合併等において種類株主に対価を優先的に分配すること（みなし清算条項）について、会社法第29条に基づく株主間の権利調整事項として、任意に定款に記載することは、我が国ベンチャー投資における種類株式の利用促進に有効であると考えられる」とされている。
- ✓ 日本の実務においても、定款で以下のような「みなし清算条項」を規定する事例が出てきている。
- ✓ このように、「みなし清算条項」を定款に記載した場合、みなし清算条項により合併等対価の分配額が少なくなる株主の予測可能性を確保するため、定款の記載事項を遵守する旨を、発行体と株主との間で締結する投資契約に規定することが考えられる。

ーみなし清算条項の定款への記載例※2（出典：増島雅和委員）ー

（合併、株式交換又は株式移転の場合の措置）
第●条　当会社は、当会社が消滅会社となる吸収合併もしくは新設合併、又は当会社が完全子会社となる株式交換もしくは共同株式移転（以下「合併等」と総称する。）をするときは、合併等に係る効力発生日において、普通株主又は普通登録株式質権者に先立ち、A種優先株主又はA種優先登録株式質権者に対し、A種優先株式1株につきA種優先残余財産分配額に相当する額の存続会社、新設会社又は完全親会社の株式及び金銭その他の財産（以下「割当株式等」という。）が割当てられるようにする。
2　A種優先株主又はA種優先登録株式質権者に対してA種優先残余財産分配額の全額に相当する額の割当株式等が割当てられた後に、なお当会社の株主に割当てられる割当株式等がある場合には、A種優先株主又はA種優先登録株式質権者は、A種優先株式1株当たり、普通株式1株当たりの割当株式等の額に、その時点におけるA種転換比率（A種優先株式の当初取得価格をその時点における取得価格で除して得られる係数をいう。）を乗じた額（円未満切捨て）に相当する割当株式等の割当てを受ける。

※1：経済産業省「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会」（平成23年11月）27頁。
※2：上記の定款記載例は、残余財産分配権が付されたA種優先株式に、みなし清算条項を付加したもの。

種類 SO

課題①価格差

税務対応： ストックオプションの税務（1/2）

✓ 米国では価格差の存在の実務定着と評価モデルの運用により、価格差が理論的にも裏付けされているが、日本のストックオプションおいては、税務リスクを懸念し、価格差が小さくなっている可能性がある。

米国をベンチマークとした日本における課題

日本

- ✓ 直前あるいは同時に発行した「種類株式の発行価格」と「普通株式を原資産とするストックオプションの権利行使価格」を同一金額にすることが多く、実務上はアーリーステージでの投資においても、「種類株式の価格」と「普通株を原資産とするストックオプションの権利行使価格」の価格差が小さい（1倍～1.2倍）
- ✓ 価格差があることは税制上問題ないものとされている（※1）が、そのことの周知が不十分であることや、従業員等への税務リスクの懸念（※2）により、価格差が小さくなっていると考えられる。

（※1）経済産業省のHP：http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/stock_option/

（※2）行使価格が対象となる普通株式の時価を下回るとみなされ税制非適格になると、権利行使時に権利行使者に課税関係が生じ、かつ、給与課税となるため、税制適格のストックオプションに比して税率も高くなることを懸念して、価格差が付けられていない。

米国

- ✓ 種類株式と普通株式を原資産とするストックオプションの行使価格に価格差があることが、実務慣行として定着している。
- ✓ その後、種類株式と普通株式を原資産とするストックオプションの権利行使価格との価格差に関して、種類株式及びストックオプションそれぞれの評価モデルがAICPA(米国公認会計士協会)から公表され、結果として理論的裏付けのある価格差として運用がされている。
- ✓ 税務上も種類株式と普通株式の価格差の合理的な説明がされることを前提として価格差が認められている。

種類 SO

課題①価格差

税務対応： ストックオプションの税務（2/2）

課題解決の方向性

税法上の取扱いの周知

- ✓ 経済産業省のHP：http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/stock_option/
  「ストックオプション税制のご案内」において、「※1株当たりの価格に関して、未公開会社の株式については、「売買実例」のあるものは最近において売買の行われたもののうち適正と認められる価格とすることとされていますが（所得税基本通達23～35共－9(4)イ外部リンク）、普通株式のほかに種類株式を発行している未公開会社が新たに普通株式を対象とするストックオプションを付与する場合、種類株式の発行は、この「売買実例」には該当しません（国税庁確認済み）。」と公表されている。
- ✓ 上記の通り、直前あるいは同時に発行した「種類株式の発行価格」と「普通株式を対象としたストックオプションの行使価格」を同一金額にすることは必ずしも求められていない。
- ✓ 当該事実を周知することで、価格差の実務を広めることが重要となる。

種類株式の評価モデルの周知

- ✓ みなし清算条項が定款に記載されることにより、みなし清算条項の法的安定性を確保することを前提として、「種類株式の評価事例（経営研究調査会研究報告第53 号日本公認会計士協会）36~40頁」で、みなし清算条項が存在する場合に価格差が理論的に生じうることが説明されている。
- ✓ なお、「種類株式の評価事例」に加えて、種類株の評価モデルを運用するためには、実務において取引実態を反映させるにあたり方法論を確立させることが重要となるため、今後も検討が必要となる。

SO

課題②取引条件

M&Aや人材の流動化とストックオプションの権利行使条件の関係（1/2）

✓ ストックオプションの権利行使条件について、米国では多様なケースを想定した権利行使条件が設定されているが、日本では権利行使の条件が限定されている。

日米の課題比較と原因

日本

- ✓ 権利行使条件として、IPOの達成が要件となっている事例がほとんどであり、M&Aが想定されていないため、IPOをしない可能性が高まった場合に、ストックオプションがインセンティブプランとしての効力を失う可能性がある。
- ✓ 権利行使条件として、権利行使時点で、役員又は従業員であることが要件となっている事例がほとんどであり、役務提供の対価としての役割を超えて従業員を拘束する結果となっており、人材の流動性を阻害している可能性がある。

米国

- ✓ IPO達成のみでなく、M&AによるEXITの際にも権利行使が可能な条件となっており、役務提供の対価として本来の効果が期待される設計となっている。
- ✓ 権利行使に際して現役の役員又は従業員であることは要しないこと、勤務期間に応じて権利行使可能なストック・オプションが増加することが条件となっており、役務提供の対価として、本来の効果が期待される設計となっている。

SO

課題②取引条件

M&Aや人材の流動化とストックオプションの権利行使条件の関係（2/2）

課題解決の方向性

ストックオプションの取得者にとってフェアな権利行使条件の周知

✓ 以下のような役務提供の対価として本来の効果が期待される設計を実務へ周知・浸透させることが重要となる

- IPO達成のみでなく、M&AによるEXITの際も権利行使が可能である*。
- 権利行使に際して、現役の役員又は従業員であることは要しない。
- 勤務期間に応じて、行使可能なストック・オプション数が増加する。

*税制適格ストックオプションでは、発行会社と役員・従業員等との間の付与契約において、ストックオプションの行使により取得をする株式につき、発行会社と証券業者等との間で一定の管理等信託契約を締結し、当該契約に従い、証券口座において株式が管理等されることが要件となっており、注意が必要。

－新株予約権割当契約書における権利行使条件の記載例（出典 増島雅和委員）－

第●条（行使可能となる条件等）

1. 乙は、本新株予約権の内容または本契約の他の規定に基づき許容される限りにおいて、乙が甲の役員または従業員（以下「役務等提供者」と総称します。）としての地位を有することとなった日から、それらのいずれの地位も喪失した日（死亡しまたは就業不能となった場合には当該日）までの期間（以下「参画期間」といいます。）に応じ、以下の個数に限り、本新株予約権を行使することができます。但し、1株未満の端数はこれを切り捨てるものとします。
(1)参画期間が2年未満の場合　零
(2)参画期間が2年以上3年未満の場合　割当予約権数の2分の1までの個数
(3)参画期間が3年以上4年未満の場合　割当予約権数の4分の3までの個数
(4)参画期間が4年以上の場合　割当予約権数までの個数
なお、乙の参画期間の起算日は、上記「参画期間の起算日」に記載される日とします。

2. 乙は、本新株予約権が前項に従って行使可能となった場合であっても、甲の取締役がその株式を国内または国外の証券取引所に上場することを決議する日（但し、甲が取締役会設置会社に移行した場合、取締役会が決議した日）までは、これを行使しないものとします。但し、新株予約権者の死亡により、法定相続人がこれを行使する場合（新株予約権者の死亡から6ヶ月以内の行使に限ります。）には、この限りではありません。

3. 前二項の定めにかかわらず、甲につき支配権移転事由を生じさせる取引を行うことを甲の取締役が決定した場合（但し、甲が取締役会設置会社に移行した場合、取締役会が決議した場合）には、乙が甲の役務等提供者としての地位を有することとなった日から、当該決定（決議）を行った日までの期間（以下「適用期間」といいます。）に応じ、以下の個数の本新株予約権を行使できるものとします。但し、1株未満の端数はこれを切り捨てるものとします。
(1) 適用期間が2年以上3年未満までの場合　割当予約権数の4分の3までの個数
(2) 適用期間が3年以上の場合　割当予約権数までの個数

4. 前項において「支配権移転事由」とは、(i) 一または一連の取引による他の事業体による甲の買収（合併、会社分割、株式移転、株式譲渡、その他の手法による組織再編を含むが、株主構成を維持したまま行われる取引を含みません。）であって、甲の当該取引の直前における総株主が、当該取引の直後において、存続会社または買収主体の議決権の過半数を保有していない場合（但し、主として資金調達を目的として甲が株式を発行する場合を除きます。）、または、(ii) 甲の全部もしくは実質的に全部の資産もしくは事業の譲渡をいうものとします。

5. 参画期間が4年未満の場合において、乙が甲の役務等提供者としての地位を喪失したことにより、第1項の規定に従い行使可能とならなかった本新株予約権については、乙がこれを放棄したものとみなします。この場合、甲は当該新株予約権を失効したものとして取扱うことができ、乙はそれ以降当該新株予約権を行使することができません。

別紙　新株予約権の内容（抜粋）

● 新株予約権を行使することができる期間
20●●年●月●日から20●●年●月●日まで（但し、行使期間の最終日が当社の休業日に当たる場合は、その前営業日まで）

種類

課題③取引コスト

種類株式の利用コスト・実務対応 （1/3）

✓ 米国では、低コストで種類株式の発行及びその後の種類株主総会運営が可能な環境が構築されているが、日本では、種類株式の発行コストが高い。また、種類株主総会への対応について認識を高める必要がある。

日米の課題比較と原因

日本

- ✓ 種類株式について、インフラとして公表された種類株式の契約ひな型が存在しておらず、種類株式の発行に際して契約書の作成コストがかかる。
- ✓ 優先株主による種類株主総会への対応について認識が不足している。
- ✓ シードやアーリーのステージにおいて、実務が簡便となるコンバーティブル・セキュリティは有用な手法と考えられるが、選択肢として浸透していない。

米国

- ✓ 種類株式について、NVCA（National Venture Capital Association）より種類株式の契約ひな型が公表されており、取引コストを一定程度下げる環境が構築されている。
- ✓ 実務上、取締役に多くの権限が委譲されており、優先株主による種類株主総会の開催を要する事案が少ない。
- ✓ コンバーティブル・セキュリティなどの手法が浸透しつつあり、企業ステージと実務負担を勘案した多様な選択肢が存在する。

種類

課題③取引コスト

種類株式の利用コスト・実務対応 （2/3）

課題解決の方向性

ひな型の提示

✓ 標準の契約ひな型（定款に定めるか、株主間契約にするかも含む）・取扱説明書（権利の意味合いとパラメータ変化が与える影響）を作成・提示することで、交渉に要する時間や法務レビュー等の取引コストの削減が可能と考えられる。

優先株主による種類株主総会の効率化

✓ 優先株主による種類株主総会への対応においては、拒否権の定款での定め方による工夫や各優先株主による種類株主総会の統合を行うことも一案と考えられる。（次頁参照）

コンバーティブル・セキュリティの利用

✓ 小規模資金調達のシードやアーリーのステージにおいて、効果を有するコンバーティブル・セキュリティの利用を選択肢として提示することで、シードやアーリーのステージにおいては、解決できると考えられる。

- コンバーティブル・セキュリティ発行時には、普通株式のため企業家で負担する取引コストは種類株式の発行と比較して、低くなる
- また、その後種類株式が発行された場合、コンバーティブル・セキュリティにより投資を行った投資家は、種類株式での投資のメリットを享受することができる
- よって、シーズやアーリーステージでの小規模な資金調達局面において、仮に種類株式で投資した場合の投資家のメリットを保護しつつ、暫定的に普通株式を発行することで、相対的に取引コスト（資金調達コスト）を抑えることができる

種類

課題③取引コスト

種類株式の利用コスト・実務対応 （3/3）

課題解決の方向性

拒否権の定款での定め方

- ✓ 会社法322条第1項に基づき拒否権のすべてを、優先株主による種類株主総会決議とすると、実務負荷が高い
- ✓ 一旦定款にてすべての項目を外した上で（但し、定款変更に関する決議は除く）、投資家との協議に基づき必要とされた優先株主の拒否権のみを、決議対象項目として、定款に定める

－定款への記載例－

（種類株主総会）

第●●条　当会社は、すべての種類株式について、会社法第322条第1項の規定による種類株主総会の決議を要しない但し、同項第1号に規定する定款の変更（単元株式数についてのものを除く。）を行う場合は、この限りでない。

各種類株主総会の統合

- ✓ 一定の株式持分を有し、経営に対する発言について他の投資家をリードする投資家がいる場合などにおいて、各シリーズ優先株主ごとに種類株主総会が開催されるとすると、実務負荷が高い。
- ✓ すべてのシリーズ優先株主による1つの種類株主総会にて投資家側の意見集約を行うように、拒否権について定款及び投資契約で定義する

－定款への記載例－

（優先株主総会）

第●●条　優先株主総会とは、優先株主全員を構成員とする株主総会をいい、開催その他運営の方法は種類株主総会に準じる。

以下の事項については、株主総会又は取締役会の決議のほか、優先株主総会の決議があることを要する。

一　●●

二　●●

【第三章】
ベンチャーファイナンスの
普及・進化に向けた今後の課題

ベンチャーファイナンスの普及・進化に向けた今後の課題

✓ ベンチャーファイナンスの普及・進化のためには、啓発活動などの課題を継続的に実施・検討していく必要がある。

ステークホルダーへの積極的な啓発活動	✓ 本報告書を公開するのみでなく、積極的にエコシステムのステークホルダー（予備軍含む）の現場に対する啓発活動が必要。 • 説得力・集客力を備えた専門家・業界著名人のパネルディスカッションや、セミナー・講習の実施、書籍出版など、効果的な啓発活動の企画・実行が必要。
種類株式・ストックオプションの「実務ガイドライン」の公表	✓ 契約書のひな形や規則・ルールの紹介にとどまらず、それらを実務に落とすための“取り扱い説明書”として、最新実務を分かりやすく且つ詳しく説明する「実務ガイドライン」を作成・公表し、周知することが必要。
種類株式の価格の評価モデルの運用	✓ 米国等の最新実務を踏まえて、種類株式の価格の理論的裏づけとなる評価モデルを早期に運用させるための取組が必要。 （現状公表されている種類株の評価モデルを運用するためには、実務において取引実態を反映させるにあたり方法論を確立させることが重要）
ベンチャーエコシステム内の必要人材の育成	✓ ベンチャーエコシステム内で重要な役割を担う人材層充実のための人材育成が必要。 • 人材の必要要件（ベンチャーファイナンスの専門性に加え、幅広い経験・人格に基づくコーチング力など）を満たした、CFO等のマネジメント人材、ベンチャーキャピタリスト、ベンチャーファイナンスに長けた専門家の“人材層”を更に厚くしていくことが必要。